欧菲光 (002456 CH, 持有 , 目标价: RMB16.60)

买入 | **持有** | 卖出

目标价: RMB16.60	当前股价: RMB19.42
股价上行/下行空间	-15%
52 周最高/最低价 (RMB)	23.63/7.95
市值 (US$mn)	7,519
当前发行数量(百万股)	2,695
三个月平均日交易额 (US$mn)	447
流通盘占比 (%)	98
主要股东 (%)	
深圳市欧菲投资控股有限公司	13
裕高（中国）有限公司	11
南昌市国金工业投资有限公司	6

按 2020 年 8 月 7 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (RMB)	16.60	13.97	19%
2020E EPS (RMB)	0.54	0.59	-9%
2021E EPS (RMB)	0.79	0.95	-16%
2022E EPS (RMB)	1.08	1.30	-17%

股价表现

资料来源: FactSet

第二季度业绩强劲，但依然面临阻碍

- **摄像头模组平均售价及毛利率受高端智能手机需求疲软拖累。**
- **新冠肺炎疫情期间屏下指纹模组业务受阻。**
- **维持“持有”评级，上调目标价至 16.60 元人民币（对应 21 倍的 2021 年市盈率）。**

欧菲光今年第二季度业绩强劲，实现营收高于万得一致预期 12%、净利润高于万得一致预期 26%。第二季度产能利用率提升，毛利率达 11.2%，高于万得一致预期 10.6%。尽管业绩良好，但我们认为仍需警惕摄像头模组和屏下指纹模组业务的下行风险。

摄像头模组平均售价及毛利率受高端智能手机需求疲软拖累。欧菲光 2020 年上半年安卓 HCM（手机摄像头模组）营收同比下降 0.02%至 117 亿元人民币，但出货量同比增长 25%至 2.92 亿件，对应平均售价同比下降 20%。我们认为平均售价的大幅下降可归因于新冠肺炎疫情爆发期间高端智能手机出货量疲软。考虑到智能手机市场今年或面临发展停滞的局面，因消费者购买力受疫情影响有限，手机厂商有降低物料成本的需求，智能手机摄像头规格或遭遇降级趋势，我们预计 HCM 平均售价和毛利率将持续承压。之后随着疫情的缓和，我们预计智能手机市场将在 2021 年迎来复苏，全年 HCM 出货量将从 2020 年的 7.06 亿件增长至 8.08 亿件、但平均售价预计稳定在每件 44 元。

新冠肺炎疫情爆发期间屏下指纹模组业务面临阻力。欧菲光 2020 年上半年指纹模组营收为 27 亿元，同比下降 26%，主要原因包括: 1）屏下指纹市场竞争加剧使得平均售价增幅承压；2）受高端智能手机需求疲软及智能手机配置降级趋势的影响，智能手机的屏下指纹渗透率不及预期。3D 传感业务 2020 年上半年实现营收 17.7 亿元，同比增长 80%。然而，鉴于当前渗透率已处于较高水平，我们预计此板块上行空间有限。

维持“持有”评级；上调目标价至 16.60 元人民币。经调整，我们的目标价为人民币 16.60 元，估值基于 21 倍的 2021 年市盈率以及经修正的 2021 年摊薄每股预期收益（0.79 元），同时将 2020-2022 年的每股收益预期分别下调 8.9%/16.5%/16.9%。

主要风险：(上行因素)占苹果供应链市场份额比重加速提升，3D 感应渗透率增加；（下行因素)新冠肺炎疫情持续影响，指纹/3D 传感业务不及预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (RMBmn)	43,043	51,974	51,519	61,338	70,456
EBIT (RMBmn)	2,102	1,937	2,861	3,550	4,459
经常性净利润 (RMBmn)	(519)	510	1,469	2,149	2,942
每股收益 (RMB)	(0.19)	0.19	0.54	0.79	1.08
市盈率 (x)	N/A	57.8	35.9	24.5	17.9

资料来源：Wind，华菁证券预测

研究团队

赵冰, PhD, 分析师

证书编号：S1680519040001

电话：+86 21 6015 6850

电邮地址：bingzhao@huajingsec.com

附：财务报表

年结 12月

利润表

(RMBmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
光学光电	40,249	39,489	46,113	53,185
微电子产品	11,019	10,638	13,791	15,791
智能汽车类产品	462	416	458	503
其他收入	244	976	976	976
营业收入	**51,974**	**51,519**	**61,338**	**70,456**
营业成本	(46,842)	(45,592)	(53,968)	(61,609)
毛利润	**5,132**	**5,927**	**7,370**	**8,847**
管理及销售费用	(3,064)	(2,886)	(3,664)	(4,208)
其中：研发支出	(1,735)	(1,415)	(1,720)	(1,976)
其中：市场营销支出	(238)	(185)	(369)	(423)
其中：管理支出	(1,091)	(1,287)	(1,575)	(1,809)
息税前利润	**1,937**	**2,861**	**3,550**	**4,459**
息税折旧及摊销前利润	**4,094**	**4,743**	**5,736**	**7,013**
利息收入	17	23	28	23
利息支出	(913)	(880)	(946)	(1,012)
税前利润	**657**	**1,774**	**2,442**	**3,343**
所得税	141	275	293	401
净利润	**510**	**1,469**	**2,149**	**2,942**
调整后息税前利润	**1,937**	**2,861**	**3,550**	**4,459**
调整后息税折旧及摊销前利润	**4,094**	**4,743**	**5,736**	**7,013**
调整后净利润	**510**	**1,469**	**2,149**	**2,942**
基本每股收益 (RMB)	**0.19**	**0.55**	**0.80**	**1.09**
稀释每股调整收益 (RMB)	**0.19**	**0.54**	**0.79**	**1.08**

资产负债表

(RMBmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**23,886**	**23,576**	**30,244**	**31,292**
货币资金	3,696	4,357	3,582	5,897
应收账款	9,967	7,767	13,347	10,905
存货	7,269	8,508	10,168	11,153
其他流动资产	2,953	2,944	3,147	3,337
非流动资产	**16,674**	**18,207**	**19,688**	**20,841**
固定资产	11,063	12,003	13,234	14,545
无形资产	1,892	2,245	2,364	2,146
商誉	122	122	122	122
其他	1,117	1,507	1,781	2,006
资产	**40,560**	**41,783**	**49,933**	**52,133**
流动负债	**25,592**	**24,979**	**30,918**	**30,203**
短期借款	7,013	8,013	8,513	9,013
预收账款	0	0	0	0
应付账款	10,260	8,865	13,773	12,070
长期借款	2,222	2,722	3,022	3,322
非流动负债	1,600	1,600	1,600	1,600
负债	**29,582**	**29,468**	**35,708**	**35,293**
股份	2,695	2,695	2,695	2,695
资本公积	3,563	3,563	3,563	3,563
未分配利润	3,000	4,306	6,217	8,832
归属于母公司所有者权益	**9,459**	**10,765**	**12,676**	**15,292**
少数股东权益	1,519	1,549	1,549	1,549
负债及所有者权益	**40,560**	**41,783**	**49,933**	**52,133**

资料来源：Wind，华菁证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	**510**	**1,469**	**2,149**	**2,942**
折旧摊销	(2,157)	(1,882)	(2,186)	(2,554)
利息（收入）/支出	913	992	1,053	1,124
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	4,671	4,007	4,586	5,349
营运资本变动	(681)	(4,442)	(5,804)	(3,748)
经营活动产生的现金流量	**3,256**	**143**	**(202)**	**3,112**
资本支出	(1,932)	(3,779)	(4,070)	(4,182)
收购及投资	(77)	0	0	0
处置固定资产及投资	690	913	951	996
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	**(1,319)**	**(2,866)**	**(3,119)**	**(3,186)**
股利支出	(824)	(163)	(238)	(326)
债务筹集（偿还）	(2,082)	3,208	2,508	2,508
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	2,081	(992)	(1,053)	(1,124)
筹资活动产生的现金流量	**(824)**	**2,053**	**1,216**	**1,058**
现金及现金等价物净增加额	**1,116**	**(667)**	**(2,102)**	**988**
自由现金流	**1,325**	**(3,636)**	**(4,272)**	**(1,069)**

关键假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
触控面板出货量（百万）	167.0	49.8	63.9	56.9
摄像模组出货量（百万）	660.0	705.9	807.9	941.4
指纹模组出货量（百万）	255.0	221.4	312.6	368.6
3D sensing模组出货量（百万）	97.2	114.0	134.9	149.3

财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
YoY (%)				
营业收入	20.7	(0.9)	19.1	14.9
息税折旧及摊销前利润	5.4	15.9	20.9	22.3
调整后息税折旧及摊销前利润	5.4	15.9	20.9	22.3
净利润	198.2	188.2	46.3	36.9
调整后净利润	198.2	188.2	46.3	36.9
稀释每股调整收益	197.8	188.2	46.3	36.9
调整后稀释每股调整收益	197.2	188.2	46.3	36.9
盈利率 (%)				
息税折旧摊销前利润率	7.9	9.2	9.4	10.0
调整后息税折旧摊销前利润率	7.9	9.2	9.4	10.0
息税前利润率	3.7	5.6	5.8	6.3
调整后息税前利润率	3.7	5.6	5.8	6.3
净利率	1.0	2.9	3.5	4.2
调整后净利率	1.0	2.9	3.5	4.2
净资产收益率	5.4	13.6	17.0	19.2
总资产收益率	1.3	3.5	4.3	5.6
流动资产比率 (x)				
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7
估值比率 (x)				
市盈率	57.8	35.9	24.5	17.9
市净率	3.1	4.9	4.2	3.4
市销率	1.0	1.0	0.9	0.7
企业价值倍数	9.8	11.0	9.1	7.5
调整后企业价值倍数	9.8	11.0	9.1	7.5

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华菁证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华菁证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。